BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

January 2015

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.

Highlights

- The sharp drop in global crude oil prices will be negative for Canadian growth and underlying inflation.
- Global economic growth is expected to pick up to 3 1/2 per cent over the next two years.
- Growth in Canada is expected to slow to about 1 1/2 per cent and the output gap to widen in the first half of 2015.
- Canada's economy is expected to gradually strengthen in the second half of this year, with real GDP growth averaging 2.1 per cent in 2015 and 2.4 per cent in 2016, with a return to full capacity around the end of 2016, a little later than was expected in October.
- Total CPI inflation is projected to be temporarily below the inflation-control range during 2015 because of weaker energy prices, and to move back up to target the following year. Underlying inflation will ease in the near term but then return gradually to 2 per cent over the projection horizon.
- On 21 January 2015, the Bank announced that it is lowering its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 3/4 per cent.

Inflation has remained close to the 2 per cent target in recent quarters. Core inflation has been temporarily boosted by sector-specific factors and the pass-through effects of the lower Canadian dollar, which are offsetting disinflationary pressures from slack in the economy and competition in the retail sector. Total CPI inflation is starting to reflect the fall in oil prices.

Oil's sharp decline in the past six months is expected to boost global economic growth, especially in the United States, while widening the divergences among economies. Persistent headwinds from deleveraging and lingering uncertainty will influence the extent to which some oil-importing countries benefit from lower prices. The Bank's base-case projection assumes oil prices around US$60 per barrel. Prices are currently lower but our belief is that prices over the medium term are likely to be higher.

The oil price shock is occurring against a backdrop of solid and more broadly-based growth in Canada in recent quarters. Outside the energy sector, we are beginning to see the anticipated sequence of increased foreign demand, stronger exports, improved business confidence and investment, and employment growth. However, there is considerable uncertainty about the speed with which this sequence will evolve and how it will be affected by the drop in oil prices.

Business investment in the energy-producing sector will decline. Canada's weaker terms of trade will have an adverse impact on incomes and wealth, reducing domestic demand growth.

Although there is considerable uncertainty around the outlook, the Bank is projecting real GDP growth will slow to about 1 1/2 per cent and the output gap to widen in the first half of 2015. The negative impact of lower oil prices will gradually be mitigated by a stronger U.S. economy, a weaker Canadian dollar, and the Bank's monetary policy response. The Bank expects Canada's economy to gradually strengthen in the second half of this year, with real GDP growth averaging 2.1 per cent in 2015 and 2.4 per cent in 2016. The economy is expected to return to full capacity around the end of 2016, a little later than was expected in October.

Weaker oil prices will pull down the inflation profile. Total CPI inflation is projected to be temporarily below the inflation-control range during 2015, moving back up to target the following year. Underlying inflation will ease in the near term but then return gradually to 2 per cent over the projection horizon.

The outlook for inflation is subject to several risks emanating from both the external environment and the domestic economy. The most important risks to inflation are: stronger U.S. private demand, oil prices lower or higher than assumed, slower growth in emerging-market economies, weaker Canadian exports and business investment, and imbalances in the Canadian household sector.

From a policy perspective, the oil price shock increases both downside risks to the inflation profile and financial stability risks.

Weighing all these factors, on 21 January the Bank of Canada announced that it is lowering its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 3/4 per cent. The Bank's action is intended to provide insurance against these policy risks, support the sectoral adjustment needed to strengthen investment and growth, and bring the Canadian economy back to full capacity and inflation to target within the projection horizon.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth[b] (per cent)			
		2013	2014	2015	2016
United States	16	2.2 (2.2)	2.4 (2.2)	3.2 (2.9)	2.8 (2.7)
Euro area	12	-0.4 (-0.4)	0.8 (0.8)	0.9 (0.8)	1.2 (1.0)
Japan	5	1.6 (1.5)	0.1 (0.8)	0.6 (0.7)	1.6 (0.8)
China	16	7.7 (7.7)	7.4 (7.4)	7.2 (7.0)	7.0 (6.9)
Rest of the world	51	3.0 (2.9)	2.9 (2.9)	3.1 (3.2)	3.4 (3.4)
World	100	3.0 (3.0)	3.1 (3.1)	3.4 (3.4)	3.5 (3.5)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2013 from the IMF's October 2014 *World Economic Outlook*.

b. Numbers in parentheses are projections used for the Bank's October 2014 *Monetary Policy Report*.

Summary of the projection for Canada[a]

	2013	2014				2015				2016			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	2.9 (2.7)	1.0 (0.9)	3.6 (3.1)	2.8 (2.3)	2.5 (2.5)	1.5 (2.4)	1.5 (2.4)	2.0 (2.4)	2.5 (2.4)	2.6 (2.3)	2.6 (2.3)	2.6 (2.2)	2.3 (2.0)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.7 (2.7)	2.1 (2.1)	2.5 (2.5)	2.6 (2.3)	2.5 (2.2)	2.6 (2.6)	2.1 (2.4)	1.9 (2.4)	1.9 (2.4)	2.1 (2.4)	2.4 (2.4)	2.6 (2.3)	2.5 (2.2)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.2)	1.3 (1.3)	1.7 (1.7)	2.0 (2.0)	2.2 (2.1)	2.0 (1.9)	1.9 (1.8)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.9 (0.9)	1.4 (1.4)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.2)	0.5 (1.6)	0.3 (1.4)	0.5 (1.5)	1.2 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)

a. Numbers in parentheses are from the projection in the October 2014 *Monetary Policy Report*. Assumptions for the price for crude oil are based on the average of spot prices since early December.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

© Bank of Canada 2015 ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Janvier 2015

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.

Faits saillants

- La forte baisse des prix mondiaux du pétrole aura une incidence négative sur la croissance et l'inflation sous-jacente au Canada.
- La croissance économique mondiale devrait s'accélérer pour se chiffrer à 3 1/2 % au cours des deux prochaines années.
- La Banque prévoit qu'au premier semestre de 2015 la croissance ralentira au Canada pour avoisiner 1 1/2 % et que l'écart de production s'élargira.
- L'économie canadienne devrait se raffermir graduellement au second semestre de cette année et le taux de croissance moyen du PIB réel s'établir à 2,1 % en 2015 et à 2,4 % en 2016. L'économie devrait se remettre à tourner à plein régime vers la fin de 2016, soit un peu plus tard que la Banque l'escomptait en octobre.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer temporairement en deçà de la fourchette de maîtrise de l'inflation en 2015 en raison de la chute des prix de l'énergie et remonter à la cible l'année suivante. L'inflation sous-jacente va fléchir à court terme, mais retourner progressivement à 2 % durant la période de projection.
- Le 21 janvier 2015, la Banque a annoncé qu'elle abaisse le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le ramener à 3/4 %.

L'inflation est demeurée près de la cible de 2 % au cours des derniers trimestres. L'inflation mesurée par l'indice de référence est alimentée temporairement par certains facteurs sectoriels et les répercussions de la dépréciation du dollar canadien, qui font contrepoids aux pressions désinflationnistes exercées par la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie et la concurrence dans le commerce du détail. L'inflation mesurée par l'IPC global commence à refléter le recul des prix du pétrole.

La forte baisse des cours pétroliers ces six derniers mois devrait stimuler la croissance économique mondiale, surtout aux États-Unis, tout en creusant les écarts entre les économies. Les vents contraires persistants que font souffler la réduction des leviers d'endettement et l'incertitude encore présente influeront sur la mesure dans laquelle certains pays importateurs de pétrole tireront profit des prix plus bas. Dans son scénario de référence, la Banque fait

l'hypothèse que les cours pétroliers s'établiront à environ 60 dollars É.-U. le baril. Les prix en vigueur sont inférieurs, mais nous croyons qu'à moyen terme ils seront probablement plus élevés.

Le choc des prix du pétrole survient dans un contexte de croissance solide et plus équilibrée au Canada ces derniers trimestres. À l'extérieur du secteur de l'énergie, on commence à observer la succession attendue de certains facteurs : augmentation de la demande étrangère, raffermissement des exportations, amélioration de la confiance et des investissements des entreprises, et croissance de l'emploi. Toutefois, il existe une incertitude considérable quant au rythme de matérialisation de ces facteurs successifs et à l'incidence de la chute des cours du pétrole sur ce processus. Les investissements des entreprises dans le secteur énergétique vont diminuer. L'affaiblissement des termes de l'échange du pays aura des répercussions défavorables sur les revenus et la richesse, ce qui réduira la croissance de la demande intérieure.

Même si une incertitude considérable entoure les perspectives, la Banque prévoit qu'au premier semestre de 2015 la croissance du PIB réel ralentira pour avoisiner 1 1/2 % et que l'écart de production se creusera. Les conséquences négatives du recul des prix du pétrole seront graduellement atténuées par une croissance plus vive de l'économie américaine, un niveau plus faible du dollar canadien et la réaction de la Banque en matière de politique monétaire. Celle-ci s'attend à ce que l'économie canadienne se raffermisse peu à peu au second semestre de cette année et à ce que le taux de croissance moyen du PIB réel s'établisse à 2,1 % en 2015 et à 2,4 % en 2016. L'économie devrait se remettre à tourner à plein régime vers la fin de 2016, soit un peu plus tard que la Banque l'escomptait en octobre.

Le recul des cours du pétrole aura pour effet d'abaisser le profil d'évolution de l'inflation. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer temporairement en deçà de la fourchette de maîtrise de l'inflation en 2015 et remonter à la cible l'année suivante. L'inflation sous-jacente va fléchir à court terme, mais retourner progressivement à 2 % durant la période de projection.

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. Les principaux risques touchant l'inflation sont les suivants : demande privée plus vigoureuse aux États-Unis, prix du pétrole plus faibles ou plus élevés que postulé, croissance plus lente dans les économies émergentes, affaiblissement des exportations et des investissements des entreprises au Canada et déséquilibres dans le secteur canadien des ménages.

Pour ce qui est de la politique monétaire, le choc des prix du pétrole intensifie tant les risques à la baisse liés au profil d'évolution de l'inflation que ceux pesant sur la stabilité financière.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 21 janvier, la Banque du Canada a annoncé qu'elle abaisse le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le ramener à 3/4 %. La mesure prise par la Banque vise à offrir une assurance contre ces risques

liés à la politique monétaire, à favoriser l'ajustement sectoriel nécessaire au renforcement des investissements et de la croissance, et à permettre à l'économie canadienne de retourner à son plein potentiel et l'inflation à la cible à l'intérieur de la période de projection.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2013	2014	2015	2016
États-Unis	16	2,2 (2,2)	2,4 (2,2)	3,2 (2,9)	2,8 (2,7)
Zone euro	12	-0,4 (-0,4)	0,8 (0,8)	0,9 (0,8)	1,2 (1,0)
Japon	5	1,6 (1,5)	0,1 (0,8)	0,6 (0,7)	1,6 (0,8)
Chine	16	7,7 (7,7)	7,4 (7,4)	7,2 (7,0)	7,0 (6,9)
Autres pays	51	3,0 (2,9)	2,9 (2,9)	3,1 (3,2)	3,4 (3,4)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,1 (3,1)	3,4 (3,4)	3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2013 publiées en octobre 2014 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada.

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a]

	2013	2014				2015				2016			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,9 (2,7)	1,0 (0,9)	3,6 (3,1)	2,8 (2,3)	2,5 (2,5)	1,5 (2,4)	1,5 (2,4)	2,0 (2,4)	2,5 (2,4)	2,6 (2,3)	2,6 (2,3)	2,6 (2,2)	2,3 (2,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,7)	2,1 (2,1)	2,5 (2,5)	2,6 (2,3)	2,5 (2,2)	2,6 (2,6)	2,1 (2,4)	1,9 (2,4)	1,9 (2,4)	2,1 (2,4)	2,4 (2,4)	2,6 (2,3)	2,5 (2,2)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,9 (0,9)	1,4 (1,4)	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)	2,0 (2,2)	0,5 (1,6)	0,3 (1,4)	0,5 (1,5)	1,2 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des cours au comptant depuis le début de décembre.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

© Banque du Canada 2015 ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)